



하나금융그룹

2019년 6월 11일 | Equity Research

금호석유 (011780)

2Q19에도 서프라이즈 지속. 합성고무 영업이익 7년 래 최대

2Q19 영업이익 컨센 16% 상회 예상. 고무 7년 래 최대

2Q19 영업이익은 1,532억원(QoQ +6%, YoY -0.2%)으로 컨센(1,318억원)을 16% 상회하는 서프라이즈가 예상된다. 2017년부터 2.5년 간 이어지는 서프라이즈 행진이다. 합성고무 영업이익이 597억원(OPM 11.8%, QoQ +22%)으로 7년 래 최대치를 기록하며 전사 실적을 견인할 전망이다. 이는 ① 환율상승 ② NB Latex 등 특수고무 출하량 증대 ③ 천연고무 강세로 인한 SBR/BR 흑자 유지 등에 기인한다. 폐놀유도체는 견조한 마진과 환율효과로 영업이익 469억원(QoQ +28%)으로 소폭 증익을 예상한다. 합성수지는 4~5월 ABS, PS마진 호조가 최근 ABS의 부진을 상쇄하겠으나, 에너지/정밀화학은 에너지 정기보수로 감익이 예상된다.

3Q19 영업이익 QoQ +13% 증익 전망. NBL 증설 반영

3Q19 영업이익은 1,726억원(QoQ +13%, YoY +14%)으로 증익을 전망한다. NB Latex는 현재 40만톤에서 3Q19 55만톤으로 약 40% 증량된다. 추가라인은 SBR 유휴설비를 활용하기에 기존에 발생한 고정비 부담은 큰 폭 소멸될 전망이다. 따라서, 수익성 개선효과는 단순 NB Latex 증설 대비 더 큰 폭으로 나타날 것이다. 증설 물량은 6~7월 시제품 생산 후, 8월부터 본격적으로 판매될 예정이다. 천연고무 또한 연중 최대치 갱신 중이기에 범용고무 수익성도 꾸준할 전망이다. 이로 인해 합성고무 영업이익은 707억원(QoQ +18%)으로 재차 증익이 예상된다. 에너지는 정기보수 효과 소멸로 전분기 대비 31% 가량 증익이 예상된다.

달라진 펀더먼털 대비 과도한 저평가. Conviction BUY

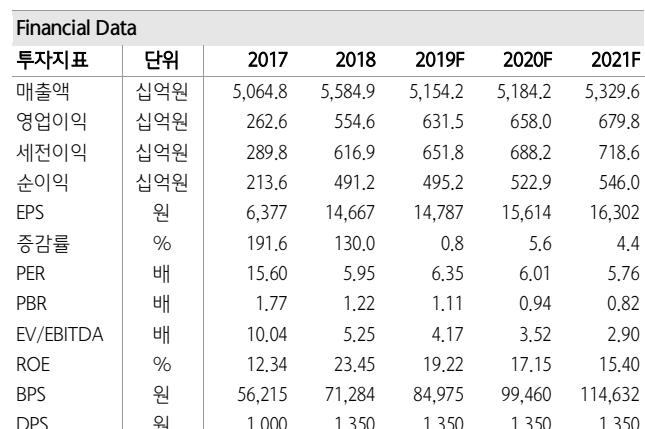
TP 15만원, Conviction BUY를 제시한다. 현 주가는 12M Fwd PBR 1.0배로 2015~16년과 유사하다. 하지만, 당시 대비 달라진 펀더먼털을 감안하면 과도한 저평가 국면이다. 우선 2019년 추정 합성고무 영업이익은 2015년 대비 14배 증익이 예상된다. 2019년 말 예상 설비 규모도 2015년 대비 큰 폭으로 늘어난다. NB Latex는 2.75배, BPA는 1.7배, 에너지는 2배다. 달라진 펀더먼털에 대한 인식은 분명 주가를 2015~2016년 저점 Valuation에 머물러 있게 하지 않을 것이다. 적극 매수가 필요할 시점이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 150,000원 | CP(6월 10일): 98,300원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,099.49		
52주 최고/최저(원)	117,000/80,100		
시가총액(십억원)	2,995.0	매출액(십억원)	5,273.1
시가총액비중(%)	0.25	영업이익(십억원)	517.0
발행주식수(천주)	30,467.7	순이익(십억원)	422.0
60일 평균 거래량(천주)	117.8	EPS(원)	12,146
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3	BPS(원)	97,615
19년 배당금(예상,원)	1,350		111,421
19년 배당수익률(예상,%)	1.37		
외국인지분율(%)	32.81		
주요주주 지분율(%)			
박찬구 외 4 인	24.68	Stock Price	
국민연금	9.48	(천원)	130
주가상승률	1M 6M 12M	금호석유(작)	120
절대	7.7 18.3 (1.0)	상대지수(우)	110
상대	8.1 15.7 15.6	92	100
		82	90
		72	80
		18.5 18.8 18.11 19.2 19.5	60



Analyst 유재선

02-3771-7567

is yoon@hanafn.com

RA 김정현

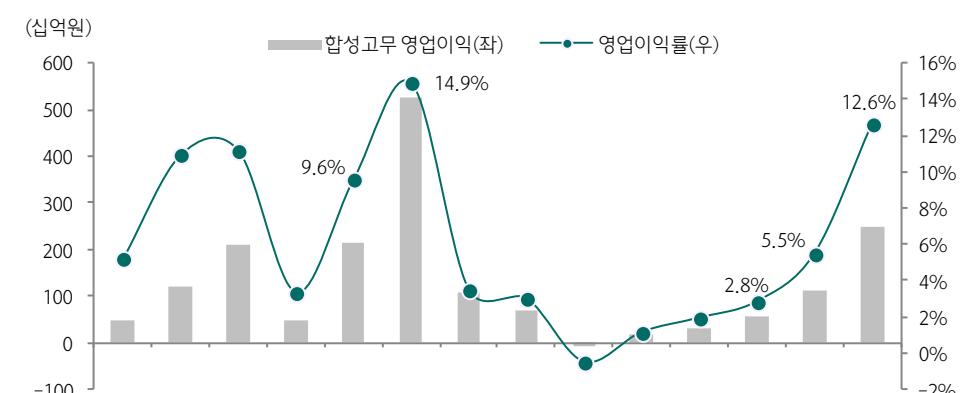
02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com



금호석유 합성고무 부문
2019F OPM 12.6%

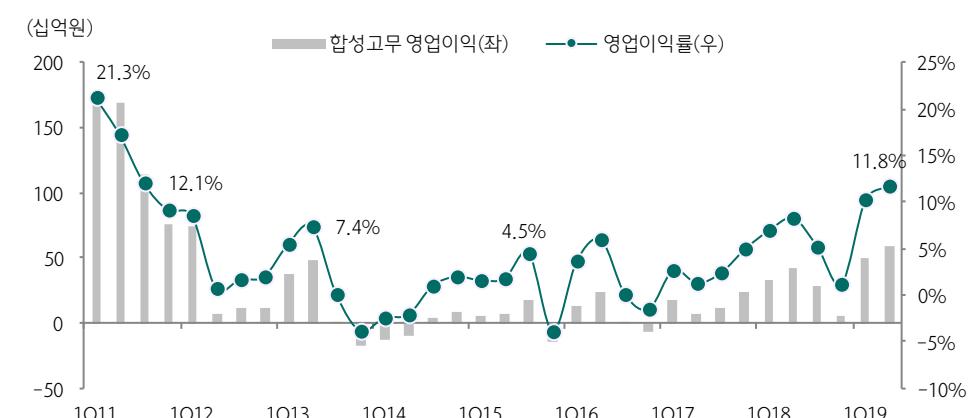
그림 1. 금호석유 합성고무 부문 연간 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

금호석유 합성고무 부문
2Q19F OPM 11.8%

그림 2. 금호석유 합성고무 부문 분기 영업이익 추이



자료: 하나금융투자

표 1. 금호석유 1Q19 Preview

(단위: 십억원, %)

	2Q19F	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	1,327.4	1,275.1	1,441.8	-7.9	4.1	1,304.6	1.7
영업이익	153.2	144.2	153.5	-0.2	6.2	131.8	16.2
세전이익	158.5	143.5	181.2	-12.5	10.5	146.0	8.6
순이익	120.5	113.9	175.3	-31.3	5.8	104.1	15.8
영업이익률	11.5	11.3	10.6	0.9	0.2	10.1	1.4
세전이익률	11.9	11.3	12.6	-0.6	0.7	11.2	0.7
순이익률	9.1	8.9	12.2	-3.1	0.1	8.0	1.1

자료: 하나금융투자

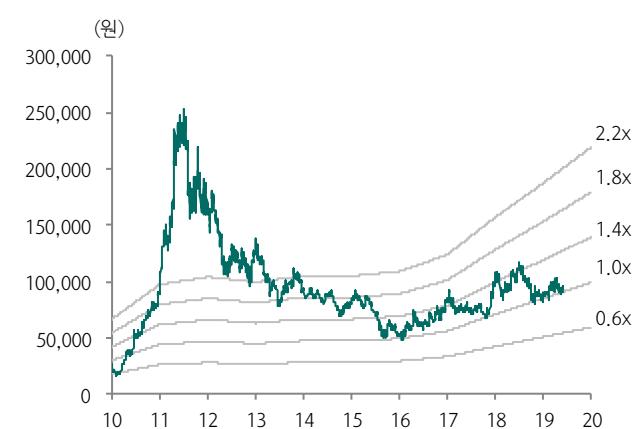
표 2. 금호석유 연간 전망치 변경

(단위: 십억원, %)

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,154.2	5,249.4	-1.8	5,184.2	5,510.3	-5.9
영업이익	631.5	653.1	-3.3	658.0	711.4	-7.5
세전이익	651.8	673.5	-3.2	688.2	742.0	-7.3
순이익	495.2	499.8	-0.9	522.9	550.6	-5.0
영업이익률	12.3	12.4	-0.2	12.7	12.9	-0.2
세전이익률	12.6	12.8	-0.2	13.3	13.5	-0.2
순이익률	9.6	9.5	0.1	10.1	10.0	0.1

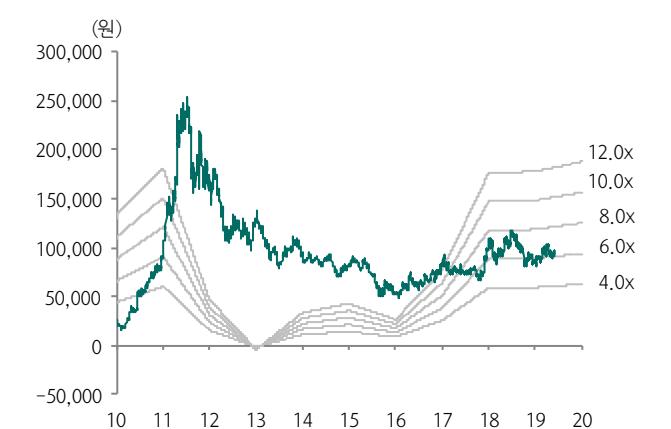
자료: 하나금융투자

그림 3. 금호석유 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 4. 금호석유 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 4. 금호석유 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	1,339.9	1,441.8	1,450.6	1,352.6	1,275.1	1,327.4	1,296.0	1,255.7	5,064.8	5,584.9	5,154.2	5,184.2
QoQ(%)	10.5%	7.6%	0.6%	-6.8%	-5.7%	4.1%	-2.4%	-3.1%				
YoY(%)	-4.9%	16.4%	20.4%	11.6%	-4.8%	-7.9%	-10.7%	-7.2%	27.6%	10.3%	-7.7%	0.6%
합성고무	474.5	516.6	539.5	484.8	477.3	507.5	496.9	478.0	2,068.1	2,015.4	1,959.7	1,979.8
합성수지	299.6	324.1	320.7	281.3	288.2	286.0	275.1	267.8	1,205.5	1,225.7	1,117.1	1,110.3
에너지/정밀화학	149.6	148.2	136.8	153.0	143.2	128.4	140.1	140.6	610.2	587.6	552.3	563.7
페놀(금호 P&B)	416.2	452.9	453.6	433.5	366.4	405.5	383.9	369.4	1,180.9	1,756.2	1,525.1	1,530.5
영업이익	165.8	153.5	151.0	83.9	144.2	153.2	172.6	161.5	262.6	554.2	631.5	658.0
영업이익률(%)	12.4%	10.6%	10.4%	6.2%	11.3%	11.5%	13.3%	12.9%	5.2%	9.9%	12.3%	12.7%
QoQ(%)	74.6%	-7.4%	-1.7%	-44.4%	72.0%	6.2%	12.6%	-6.4%				
YoY(%)	152.2%	247.5%	161.4%	-11.7%	-13.0%	-0.2%	14.3%	92.5%	67.2%	111.0%	14.0%	4.2%
합성고무	33.2	42.9	28.1	5.8	49.2	59.7	70.7	68.0	58.3	110.0	247.6	281.6
영업이익률(%)	7.0%	8.3%	5.2%	1.2%	10.3%	11.8%	14.2%	14.2%	2.8%	5.5%	12.6%	14.2%
QoQ(%)	41.7%	29.1%	-34.6%	-79.3%	745.1%	21.5%	18.4%	-3.8%				
YoY(%)	94.8%	560.3%	149.1%	-75.2%	48.0%	39.3%	152.1%	1068.9%	94.9%	88.8%	125.2%	13.7%
합성수지	24.0	16.2	9.6	-8.4	17.9	22.1	21.6	18.1	59.6	41.4	79.7	71.0
영업이익률(%)	8.0%	5.0%	3.0%	-3.0%	6.2%	7.7%	7.8%	6.7%	4.9%	3.4%	7.1%	6.4%
QoQ(%)	33.5%	-32.4%	-40.6%	적전	흑전	23.8%	-2.4%	-16.3%				
YoY(%)	172.3%	62.2%	-57.9%	적전	-25.4%	36.5%	124.4%	흑전	38.9%	-30.6%	92.6%	-10.9%
에너지/정밀화학	42.0	25.5	35.1	42.9	39.1	24.5	31.9	31.9	114.0	145.6	127.4	127.6
영업이익률(%)	28.1%	17.2%	25.7%	28.0%	27.3%	19.0%	22.8%	22.7%	18.7%	24.8%	23.1%	22.6%
QoQ(%)	7.8%	-39.3%	37.7%	22.1%	-8.8%	-37.4%	30.5%	0.0%				
YoY(%)	41.9%	8.3%	61.4%	9.9%	-7.0%	-4.2%	-9.2%	-25.6%	68.8%	27.7%	-12.5%	0.2%
페놀(금호 P&B)	66.6	68.9	78.2	43.6	36.6	46.9	48.4	43.5	30.7	257.3	176.9	177.7
영업이익률(%)	16.0%	15.2%	17.2%	10.1%	10.0%	11.6%	12.6%	11.8%	2.6%	14.7%	11.6%	11.6%
QoQ(%)	361.0%	3.5%	13.4%	-44.2%	-16.0%	28.1%	3.1%	-10.0%				
YoY(%)	552.6%	1566.2%	4085.1%	201.9%	-45.0%	-31.9%	-38.1%	-0.2%	89.8%	739.4%	-31.2%	0.5%
당기순이익	143.6	175.4	122.5	61.5	114.0	120.5	136.7	124.2	217.6	503.1	495.4	523.1
당기순익률(%)	10.7%	12.2%	8.4%	4.5%	8.9%	9.1%	10.5%	9.9%	4.3%	9.0%	9.6%	10.1%
QoQ(%)	170.8%	22.1%	-30.2%	-49.8%	85.3%	5.7%	13.5%	-9.2%				
YoY(%)	103.9%	368.0%	116.2%	15.9%	-20.7%	-31.3%	11.6%	102.0%	169.5%	131.1%	-1.5%	5.6%
지배순이익	132.1	175.3	122.4	61.4	113.9	120.5	136.7	124.2	213.6	491.2	495.2	522.9

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,064.8	5,584.9	5,154.2	5,184.2	5,329.6
매출원가	4,636.5	4,854.2	4,297.3	4,312.6	4,431.1
매출총이익	428.3	730.7	856.9	871.6	898.5
판관비	165.6	176.1	225.4	213.6	218.7
영업이익	262.6	554.6	631.5	658.0	679.8
금융순이익	(27.5)	(62.8)	(54.7)	(44.7)	(36.2)
종속/관계기업순이익	89.1	118.1	50.0	50.0	50.0
기타영업외순이익	(34.4)	7.0	25.0	25.0	25.0
세전이익	289.8	616.9	651.8	688.2	718.6
법인세	72.1	113.8	156.4	165.2	172.5
계속사업이익	217.6	503.1	495.4	523.1	546.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	217.6	503.1	495.4	523.1	546.1
비지배주주지분순이익	4.1	11.9	0.1	0.1	0.1
지배주주순이익	213.6	491.2	495.2	522.9	546.0
지배주주지분포괄이익	245.0	472.6	482.6	509.6	532.1
NOPAT	197.2	452.3	480.0	500.1	516.7
EBITDA	480.5	764.1	835.6	855.3	871.5
성장성(%)					
매출액증가율	27.6	10.3	(7.7)	0.6	2.8
NOPAT증가율	75.4	129.4	6.1	4.2	3.3
EBITDA증가율	32.4	59.0	9.4	2.4	1.9
영업이익증가율	67.2	111.2	13.9	4.2	3.3
(지배주주)순익증가율	191.8	130.0	0.8	5.6	4.4
EPS증가율	191.6	130.0	0.8	5.6	4.4
수익성(%)					
매출총이익률	8.5	13.1	16.6	16.8	16.9
EBITDA이익률	9.5	13.7	16.2	16.5	16.4
영업이익률	5.2	9.9	12.3	12.7	12.8
계속사업이익률	4.3	9.0	9.6	10.1	10.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	6,377	14,667	14,787	15,614	16,302
BPS	56,215	71,284	84,975	99,460	114,632
CFPS	15,767	23,300	24,786	25,374	25,859
EBITDAPS	14,347	22,814	24,950	25,537	26,022
SPS	151,227	166,758	153,897	154,794	159,135
DPS	1,000	1,350	1,350	1,350	1,350
주가지표(배)					
PER	15.6	6.0	6.4	6.0	5.8
PBR	1.8	1.2	1.1	0.9	0.8
PCFR	6.3	3.7	3.8	3.7	3.6
EV/EBITDA	10.0	5.3	4.2	3.5	2.9
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	12.3	23.4	19.2	17.2	15.4
ROA	4.7	10.7	10.2	9.7	9.3
ROIC	6.7	15.5	16.2	16.9	17.4
부채비율	134.0	96.6	82.4	70.4	61.5
순부채비율	80.2	53.6	18.3	1.1	(11.7)
이자보상배율(배)	4.0	9.7	12.0	12.1	12.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

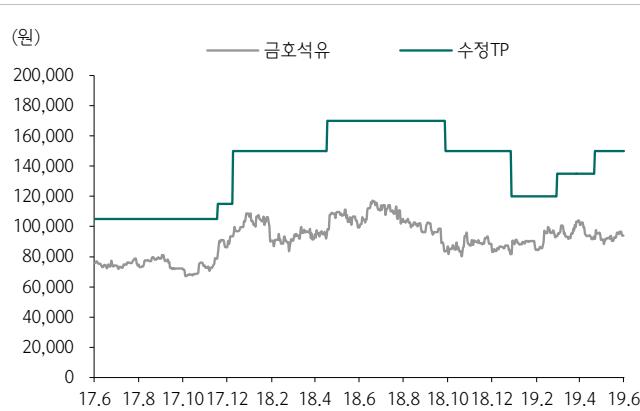
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,332.7	1,348.7	2,206.0	2,740.1	3,289.6
금융자산	250.2	199.9	1,044.2	1,521.9	2,000.9
현금성자산	234.4	101.8	953.7	1,430.9	1,907.4
매출채권 등	621.2	667.8	717.9	771.7	829.6
재고자산	426.8	471.6	435.3	437.8	450.1
기타유동자산	34.5	9.4	8.6	8.7	9.0
비유동자산	3,247.1	3,268.0	2,914.4	2,869.4	2,846.8
투자자산	768.6	862.8	565.1	568.4	584.3
금융자산	280.7	23.9	22.1	22.2	22.8
유형자산	2,440.3	2,365.6	2,311.6	2,265.0	2,227.9
무형자산	14.9	14.3	12.3	10.6	9.2
기타비유동자산	23.3	25.3	25.4	25.4	25.4
자산총계	4,579.8	4,616.7	5,120.4	5,609.5	6,136.3
유동부채	1,913.9	1,758.9	1,814.5	1,817.6	1,832.6
금융부채	1,233.2	1,085.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
매입채무 등	625.6	556.2	513.3	516.3	530.7
기타유동부채	55.1	117.4	115.9	116.0	116.6
비유동부채	709.1	509.7	499.1	499.8	503.4
금융부채	586.9	372.4	372.4	372.4	372.4
기타비유동부채	122.2	137.3	126.7	127.4	131.0
부채총계	2,623.0	2,268.6	2,313.6	2,317.4	2,336.0
지배주주지분	1,842.7	2,347.3	2,805.8	3,291.0	3,799.1
자본금	167.5	167.5	167.5	167.5	167.5
자본잉여금	266.5	356.6	356.6	356.6	356.6
자본조정	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타포괄이익누계액	46.1	(60.9)	(60.9)	(60.9)	(60.9)
이익잉여금	1,403.0	1,924.6	2,383.1	2,868.2	3,376.4
비지배주주지분	114.1	0.8	1.0	1.1	1.3
자본총계	1,956.8	2,348.1	2,806.8	3,292.1	3,800.4
순금융부채	1,569.9	1,257.8	513.5	35.8	(443.2)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	421.0	484.6	587.3	623.6	641.8
당기순이익	217.6	503.1	495.4	523.1	546.1
조정	242.9	183.2	159.9	153.1	147.5
감가상각비	217.9	209.4	204.1	197.3	191.7
외환거래손익	(12.3)	4.7	5.8	5.8	5.8
지분법손익	(88.7)	(118.1)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	126.0	87.2	0.0	(0.0)	0.0
영업활동자산부채변동	(39.5)	(201.7)	(68.0)	(52.6)	(51.8)
투자활동 현금흐름	(106.0)	(190.7)	201.3	(108.6)	(127.5)
투자자산감소(증가)	(14.9)	24.3	347.7	46.7	34.1
유형자산감소(증가)	(100.8)	(128.6)	(148.1)	(149.0)	(153.2)
기타	9.7	(86.4)	1.7	(6.3)	(8.4)
재무활동 현금흐름	(276.7)	(426.4)	63.3	(37.8)	(37.8)
금융부채증가(감소)	(261.5)	(362.4)	100.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	90.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.9	(126.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(22.1)	(27.3)	(36.7)	(37.8)	(37.8)
현금의 증감	37.5	(132.6)	851.9	477.1	476.5
Unlevered CFO	528.1	780.3	830.1	849.8	866.0
Free Cash Flow	315.1	350.5	439.2	474.6	488.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

금호석유



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.5.2	BUY	150,000		
19.3.11	BUY	135,000	-28.57%	-22.96%
19.1.7	BUY	120,000	-24.46%	-17.08%
18.10.8	BUY	150,000	-41.91%	-36.07%
18.4.28	BUY	170,000	-38.20%	-31.18%
17.12.19	BUY	150,000	-35.44%	-27.67%
17.11.28	BUY	115,000	-22.13%	-18.78%
17.7.4	BUY	105,000	-29.13%	-22.76%
16.12.15	BUY	95,000	-17.23%	-2.84%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 6월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 06월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 06월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.